

経済マンスリー [西欧]

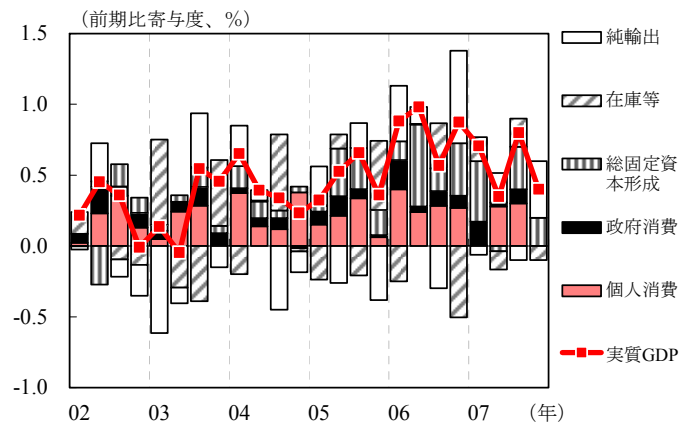
～ユーロ圏はインフレ懸念更に高まる、英国は 0.25%ポイント利下げ～

1. ユーロ圏

(1) 景気動向

ユーロ圏景気は、昨年末からサブプライム問題の影響によるクレジット市場混乱の影響を受けて景気減速が鮮明となる一方、インフレが加速している。ユーロ圏の昨年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.4%（第 3 四半期は同 0.7%）に減速した。インフレ加速や金融市場混乱により消費者マインドが悪化し、個人消費が低迷したことが減速の主因である。

第 1 図：実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度

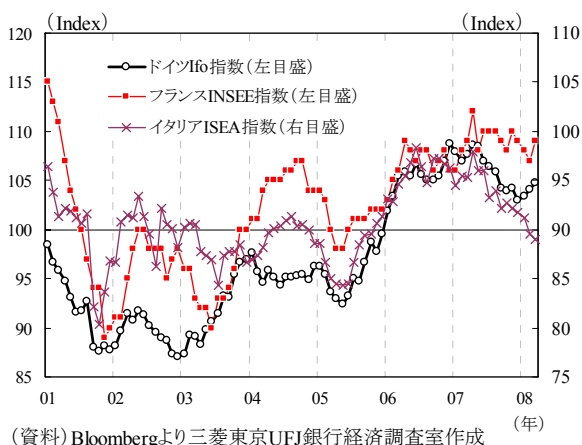


昨年半ば頃以来、ユーロ圏各国の企業マインド指標は、総じて悪化を続けてきたが、足元では国別にバラツキが出始めている（第 2 図）。3 月のドイツ Ifo 景況感調査では、総合指数が 3 ヶ月連続の改善をみせた。内訳をみると、現況指数は 2 ヶ月連続で改善、今後 6 ヶ月の見通しを示す期待指数も 3 ヶ月ぶりに上昇に転じた。業種別にみると、ユーロ高の下でも新興国からの資本財需要が堅調に推移していることを背景に製造業が復調した。フランスでは 3 月の INSEE

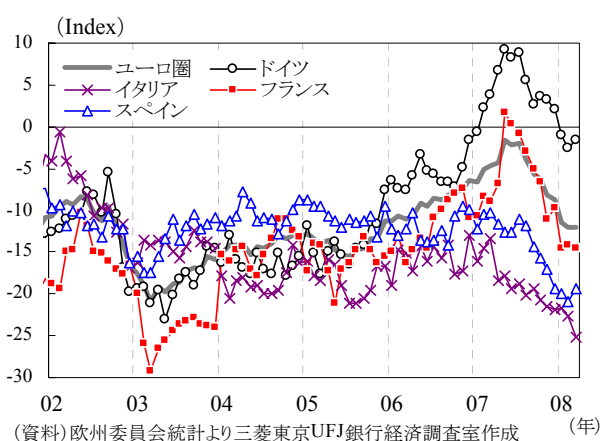
指数が3ヶ月ぶりに上昇した。内訳をみると、国内外からの需要・受注環境が大幅に改善した。一方、イタリア・スペインでは企業マインドの悪化が著しい。3月のイタリアISAE指数は5ヶ月連続の悪化となり、約2年半ぶりの水準まで落ち込んでいる。スペインでは、3月の欧州委員会の企業景況感指数が4ヶ月連続の悪化となり、2000年以降の長期平均を下回る水準まで低下した。

同様に消費者マインドをみると、欧州委員会の消費者信頼感指数は昨年半ば以降悪化を続けており、ユーロ圏全体とドイツを除く主要国（フランス・イタリア・スペイン）は2000年以降の長期平均を下回る水準まで落ち込んでいる（第3図）。加速するインフレとサブプライム問題に端を発するクレジット市場の混乱が消費者マインドを下押しする状況は変わっていない。

第2図：主要国 企業景況感



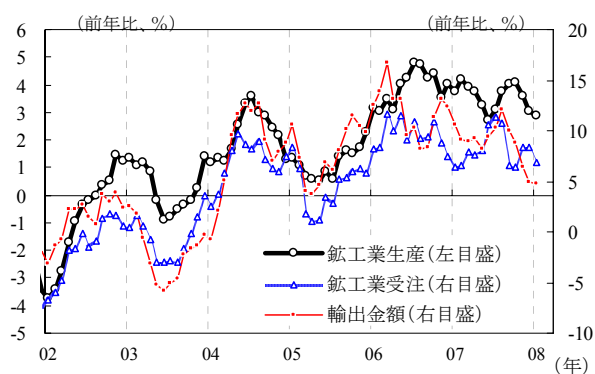
第3図：主要国 消費者景況感



実体経済を表す月次の指標をみると、ユーロ圏の1月の鉱工業生産は、前月比+0.9%（前年比+3.8%）となり、3ヶ月ぶりに前月を上回った（第4図）。財別にみると資本財の伸びが好調であり、生産全体の伸びを牽引した。ユーロ圏全体の2月の生産は未公表であるが、既に公表済みの主要国の数値をみると、イタリアは前月割れとなったものの、ドイツ・フランスは前月比プラスの伸びを確保しており、ユーロ圏全体でも底堅く推移したとみられる。昨年末に2ヶ月連続前月割れと低調に推移した輸出は、1月に前月比+7.4%と高い伸びを示した。2月の輸出は、公表済みの主要国の数値から予測すると、1月同様プラスの伸びを確保したとみられる。しかし、足元では対ドルでユーロ高が急進しており、輸出環境はますます厳しくなっている。事実、欧州委員会の輸出受注サーベイでは、ユーロ高への耐性が比較的強いドイツは上昇に転じたものの、イタリア・スペインは一段と悪化しており、輸出の先行きに対する懸念は増している。また小売売上高は1月に前月比+0.4%と4ヶ月ぶりにプラスに転じたものの、2月はドイツ小売売上高が前月比▲1.5%と大きく落ち込むなど、依然として振るわない。失業率は2月も前月同様7.2%と統計開始以来の最低水準を維

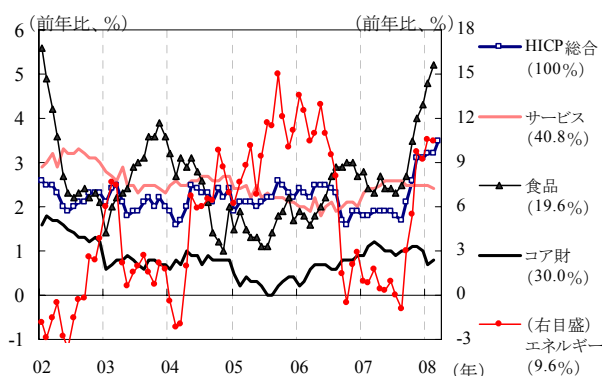
持っているものの、消費者物価上昇率（HICP）が3月に前年比3.5%まで加速しており、家計の購買力の低下が小売売上を下押ししているとみられる（第5図）。足元、原油価格は、1バレル=110ドルにまで達しており、前年比でみたインフレ率は当面高止まりを続けよう。年後半にかけて消費者物価上昇率は徐々に低下する見込みであるが、2008年全体では欧州中央銀行（ECB）の物価安定の目安である2.0%を大きく上回って推移しよう。

第4図：鉱工業生産・小売売上高・輸出



(注) データは3カ月移動平均
(資料) Bloombergデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：消費者物価上昇率（HICP）



(注) カッコ内は各項目の構成比
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 金融政策

欧州中央銀行（ECB）は4月10日の定例理事会で、昨年7月から10ヶ月連続して政策金利を現行の4.00%に据え置くことを全会一致で決定した。トリシェ総裁は理事会後に発表した声明文の冒頭で、「短期的に物価に対する強い上振れリスクがあることを確認した」と述べ、インフレへの強い警戒を示した。

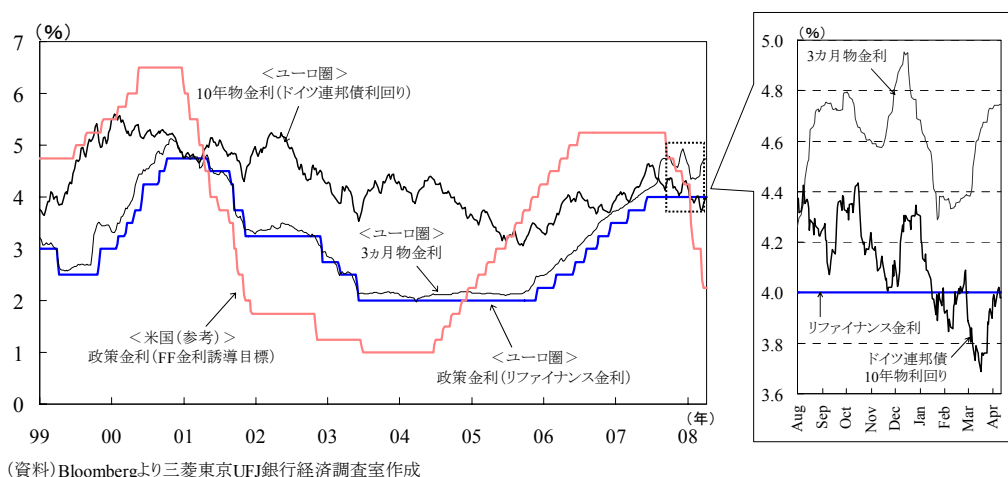
景気認識については、「ユーロ圏のファンダメンタルズはなおも堅調」であり、「ペースは鈍化しつつもGDP成長は続いていることを示している」との認識を示した。一方で、「金融市場の混乱からくる（景気の先行きへの）不確実性は異常に高く、（金融市場の）緊張は当初想定していたより長期化する可能性がある」との文言が新たに挿入され、現在のクレジット市場の混乱の深刻さが窺える内容となった。金融政策の運営については「引き続き中期的な物価安定が、我々の（金融政策の）優先的課題であること（を強調する）」を再度確認した。加えて、「中期的な物価に対する上振れリスクが二次的影響として顕現化することを防ぐことを強く約束する」と述べ、ECBがインフレに対してタカ派的スタンスを維持していることを示した。

3月に3.5%（速報値）までインフレが加速している中では早期の利下げは困難とみられるが、ECBは物価の上振れリスクと景気の下振れリスクの間で引き続き難しい政策運営を迫られよう。

ECBは昨夏以降サブプライム問題により急騰した短期金利（3ヶ月物金利

Euribor) を抑えるため、市場に大量の資金供給を行ってきた。その結果短期金利は1月中旬には4.3%台に低下し、一応の落ち着きを取り戻した(第6図)。しかし、3月に入りインフレ懸念が高まったことで利下げ観測が後退し、短期金利は再度上昇に転じた。更に欧米金融機関の追加損失計上懸念の高まりによる信用不安から、短期金利は4.7%台まで上昇した。ECBは短期金融市場の安定のため、3月28日に異例となる6ヵ月物の資金供給の実施を決定したものの、4月10日時点で短期金利は4.7%半ばにて推移しており、短期金融市場ではなお不安定な状態が続いている。

第6図：ユーロ圏の主要金利の動向



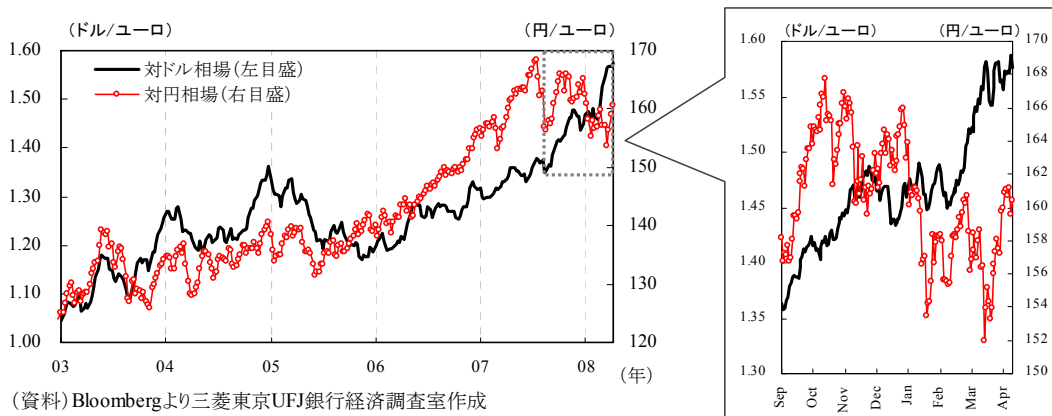
(3) 為替相場

ユーロ相場は、2月末に米国の利下げ観測の高まりや強い独 Ifo 景況感指数に後押しされ、ついに1ユーロ=1.5ドルの壁を突破した(第7図)。3月に入っても ECB 理事会後の記者会見でトリシェ総裁がインフレ警戒を強めたことや、弱い米国雇用統計の発表などでユーロ高が進行した。3月17日には、米国大手証券会社の資金繰り悪化に伴う信用懸念の高まりがきっかけとなり、大幅にユーロ高が進み、一時1ユーロ=1.5905ドルまで上昇した。その後、域内外の株価や経済指標に連動し上昇下落を繰り返していたが、4月10日には理事会で ECB がインフレ警戒を更に強めるとの観測が強まり、1ユーロ=1.5915ドルの史上最高値を記録した。

対して対円相場は、2月末時点で158円台を推移していたが、米国景気減速懸念の高まりや信用不安などにより、対ドルで円が強含んだのにつられ、ユーロ安の展開となった。更に上記米国大手証券の資金繰り悪化をきっかけに、円が対ドルで一時1ドル=95.77円まで急騰したため、ユーロも対円で151円台まで低下した。その後、円が対ドルで値を戻したため、ユーロ相場も4月10日時点で1ユーロ=160円台まで上昇している。

1 ユーロ=1.5 ドルを突破するまで上昇したユーロ相場に対して、3 月以降ユーロ圏各国の首脳から相次いで懸念が表明された。ECB のトリシェ総裁は、4 月の理事会後の記者会見で、従来通り為替相場の過度な変動は好ましくないとの発言を行い、ユーロ高を牽制した。またユーロ圏財務相会合のユンケル議長は、4 月 11 日に米ワシントンで開催される 7 カ国 (G7) 財務相・中央銀行総裁会議にてユーロを含めた為替相場の過度な変動について話し合う必要があるとの認識を示した。しかし、日増しに景気減速が鮮明となる米国と比較して、ユーロ圏景気は尚も底堅さを維持しており、インフレ懸念も更に高まっている。米国の追加利下げ観測が強い中、欧米金利差の拡大によるユーロ高基調は当面続く公算が大きい。

第 7 図：ユーロの対ドル、対円為替相場の推移



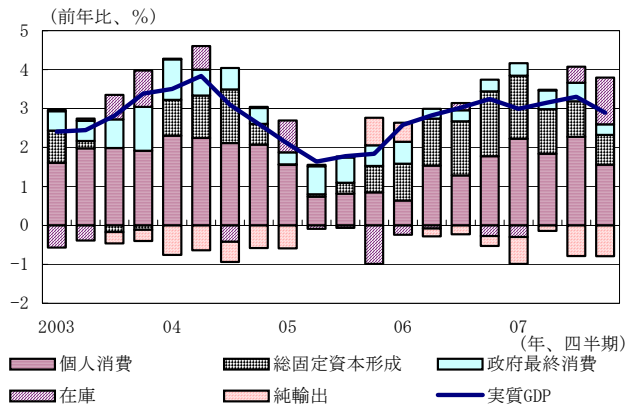
2. 英国

(1) 景気動向

2007 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は、前年比 2.9%、前期比 0.6%と第 3 四半期から減速した (第 8 図)。需要項目別にみると、個人消費が前年比+3.6%から同+2.4%へ、設備投資が前年比+5.1%から同 4.1%へとそれぞれ減速している。米国サブプライム住宅ローン問題に起因する金融市場の混乱に伴う金融機関による貸出姿勢厳格化などの影響が現れたと考えられる。

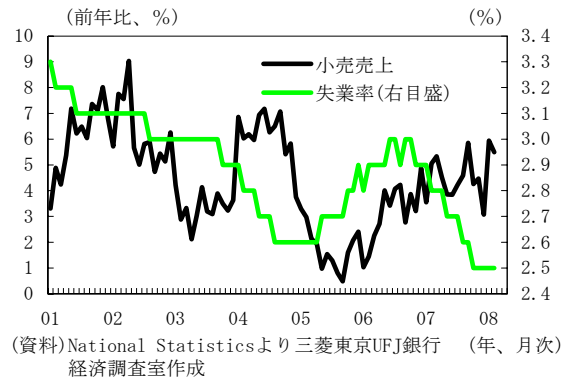
個人消費について、小売売上数量指数をみると、2 月には前年比+5.5%と 1 月の同+5.9%に続いて高い伸びを示した (第 9 図)。店頭価格の値下げ効果により、売上数量は伸びている。1-2 月の小売売上数量の伸びから判断すると、第 1 四半期の個人消費が前期より加速する可能性も出てきた。雇用情勢については、失業率が 2 月に 2.5%と依然低い水準にとどまるなど好調である。しかし、今後、シティの金融機関において、1 万人規模の人員削減が行われるとの見通しも出ており、雇用動向には注意する必要がある。

第 8 図：実質 GDP 成長率



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：小売売上、雇用動向

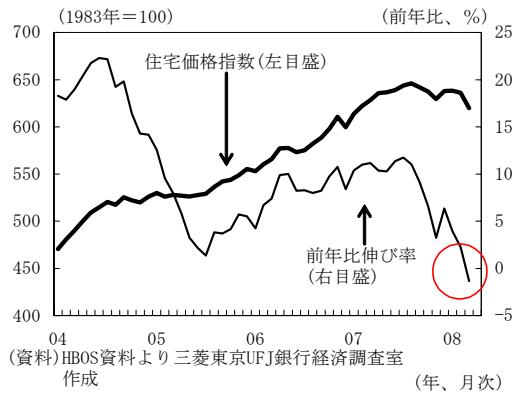


住宅価格は減速傾向が続いている。3月の住宅価格の伸び率は前年比▲1.3%とついに前年水準を下回った(第10図)。住宅ローンの承認件数も、2月には、前年比▲29.5%と落ち込み幅は大きい(第11図)。

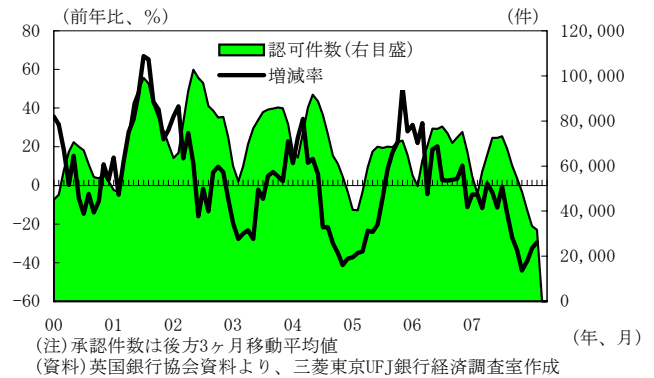
住宅価格調整のハードランディングが懸念される中、調整をソフトランディングにとどめるためには、住宅需要を喚起する1つの要因である住宅ローン金利の低下が必要である。英国では、イングランド銀行(BOE)が昨年12月と、今年2月に計50bpの利下げを行ったものの、住宅ローン承認件数は大きな落ち込みをみせている。その理由としては、住宅ローン金利が十分に下がっていないことがあげられる(第12、13図)。住宅ローンの主力である2年固定金利をみると、2年国債利回りとの金利差は、1999年以来の高い水準にある。また、住宅ローンの変動金利とBOEの政策金利の差も、1996年以降では最高水準に達している。つまり、住宅ローン金利が高止まりしており、これが住宅ローン需要を抑制している一因であるといえよう。このように、住宅ローン金利が高止まりしている背景には、昨夏以降の金融市場の混乱により、金融機関の資金調達コストが上昇していることがあげられる。3ヶ月物Liborの推移をみると、昨年8月に急上昇した後、12月から1月にかけて低下したものの、以降、再び上昇トレンドにある(第14図)。3ヶ月物Liborの水準自体は、昨年8月の急上昇前の水準程度ではあるものの、その間50bpの利下げがあったことを考慮すれば、ほとんど金融機関の資金調達コストには利下げが反映されていないことになる。英国の金融機関のサブプライム関連損失が今後、拡大する可能性がある中では、引き続き、資金調達コストの低下を期待することは難しく、当面、住宅ローン金利は高止まりする可能性が高い。

住宅ローン需要の回復にはしばらく時間がかかると考えられる。

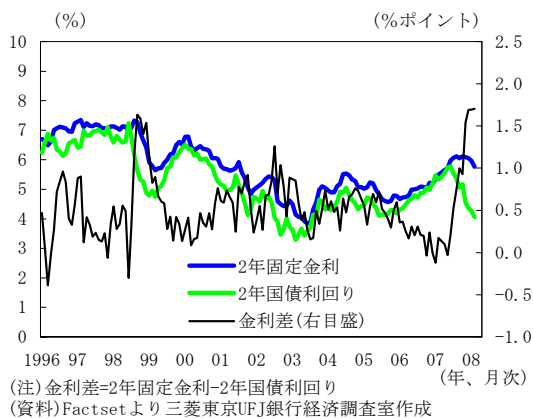
第 10 図：住宅価格の動向



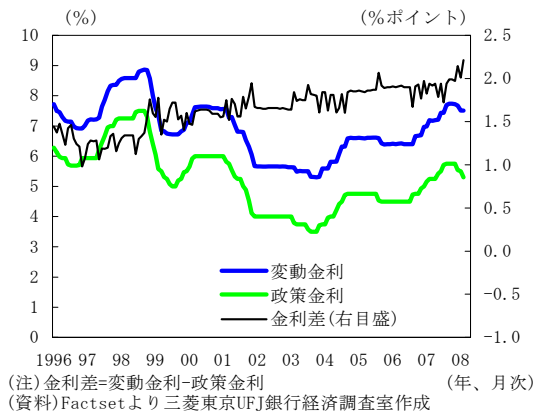
第 11 図：住宅ローン承認件数動向



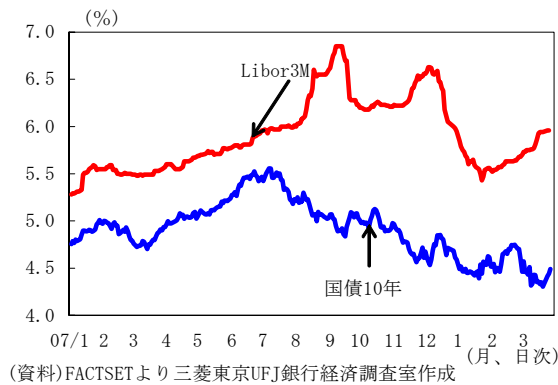
第 12 図：2 年固定住宅ローン金利



第 13 図：住宅ローン変動金利



第 14 図：Libor 推移



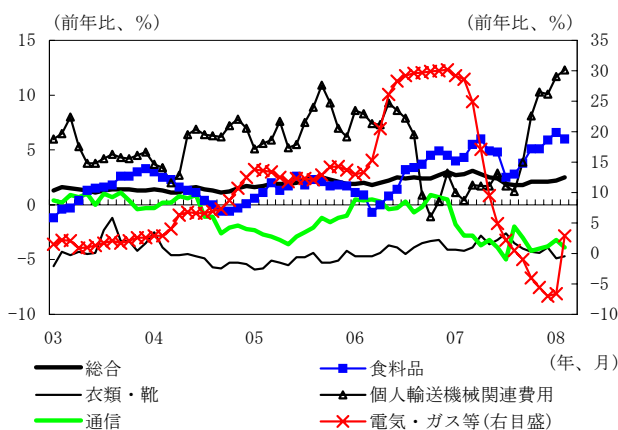
(2) 物価と金融政策

2月の消費者物価上昇率は前年比2.5%と前月より0.3%ポイント上昇した(第15図)。これまで、上昇率の抑制に寄与してきた電気・ガス等の公共料金が、1月からの値上げにより、前年比プラスの伸びに転じたことが大きく影響している。食料品価格も引き続き上昇している。

このように物価上昇が加速しているにもかかわらず、4月10日に行われたイ

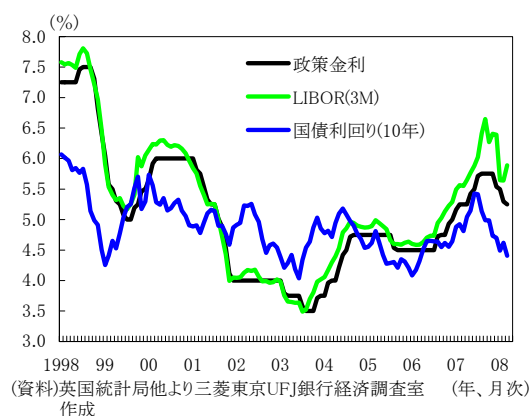
イングランド銀行（BOE）の金融政策委員会（MPC）は、政策金利であるレポ金利を 0.25%ポイント引き下げ、5.00%とした（第 16 図）。今回の利下げ局面では、昨年 12 月と今年の 2 月に続き 3 度目となる。BOE のリリースペーパーによると、稼働率の上昇に伴う生産能力の逼迫リスクと、金融市場の混乱から生じる景気減速リスクのバランスをとる必要があるとしている。金融機関の貸出姿勢が引き締められ、企業や個人の資金調達が難しい状況下において、さらなる景気減速リスクを懸念し、利下げしたと考えられる。今のところ、このような状況が当面続く可能性が高い。そのため、BOE の金融政策についても、さらなる利下げが行われることとなろう。そして、経済指標の悪化が顕著になった場合には、大幅な利下げが行われることも視野に入れておく必要があろう。

第 15 図：消費者物価上昇率推移



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図：主要金利推移



照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204

E-mail:koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。